

2024 年美国经济与货币政策展望

2023 年/12 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

1. 过去三年宽松的财政政策将无法持续，2024 年大概率将转为温和偏紧，这将对美国的居民消费、企业投资、政府支出等方面造成一定负面影响，进而拉低 2024 年的美国经济增速。
2. 高利率紧货币政策的时滞效应对美国经济的影响将在 2024 年逐渐体现出来，并带动美国经济增速出现回落。
3. 虽然三季度美国经济数据超市场预期，但通过对美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出等方面进行详细分析，我们判断在财政与货币政策调整的双重影响下，2024 年美国经济增长将稳中有落，回归潜在经济增速。
4. 通过对通胀各分项及劳动力市场展开分析，我们认为 2024 年美国 CPI 继续震荡回落至 2-2.5% 区间的概率较大。
5. 预计 2024 年初联邦利率仍将在高位维持一段时间，首次降息有可能发生在明年 3 月，联储全年降息幅度将高于 12 月议席会议指引，预计将达到 125-150bp。
6. 对 2024 年大类资产价格走势，我们的判断是：
 - 美联储降息预期已经被市场提前消化，一旦明年正式开启降息，美股反而有可能迎来一波调整，而这个时间窗口有可能出现在明年一季度末。
 - 在降息周期内，美元指数很可能继续下跌，预计中期将维持 100-105 的震荡区间。
 - 此前我们反复提示十年期美债收益率在 5% 以上高位难以持续，随后美债走势完全符合预期，预计美债收益率短期将维持 3.5-4% 区间震荡，中期有可能继续下行至 3-3.5% 区间。
 - 黄金价格中期将继续保持在 2000 美元/盎司高位震荡，不排除再次挑战历史新高。

图表目录

图表 1: 美国联邦基金利率	4
图表 2: 美国 GDP 环比折年率	4
图表 3: 美国政府财政赤字规模	5
图表 4: 美国政府债务总规模及占 GDP 比重	5
图表 5: 美国 2023 年国债发行额	5
图表 6: 美国政府利息支出占 GDP 的比重	5
图表 7: 未来十年美国政府利息支出预估	6
图表 8: 美国政府未来几年的偿债分布	6
图表 9: 抵押贷款利率	7
图表 10: 个人贷款利率	7
图表 11: 美国企业债实际利率	7
图表 12: 贷款拖欠率	7
图表 13: 美国 GDP 各分项环比折年率	8
图表 14: 美国 GDP 各分项同比变化	8
图表 15: 美国个人消费及各分项变化	9
图表 16: 美国个人消费及各分项同比增速变化	9
图表 17: 美国居民个人总收入及储蓄存款	10
图表 18: 美国居民可支配收入与消费支出	10
图表 19: 美国私人投资及各分项变化	11
图表 20: 美国私人投资及各分项同比增速变化	11
图表 21: 美国商业银行各项贷款规模	11
图表 22: 美国商业银行各项贷款增速	11
图表 23: 美国进出口分项变化	12
图表 24: 政府支出及分项同比变化	12
图表 25: CPI 和 PCE 同比增速	13
图表 26: CPI 各分项贡献	13
图表 27: WTI 原油现货价格及同比变化	14
图表 28: CRB 食品现货指数及同比变化	14
图表 29: FHFA 房价指数月度同比	15
图表 30: 新建住房销量及当月同比	15
图表 31: 美国 Manheim 二手车价格指数	15
图表 32: 汽车销量及当月同比	15
图表 33: 美国初请失业金人数及失业率	16
图表 34: 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口	16
图表 35: 职位空缺率	17

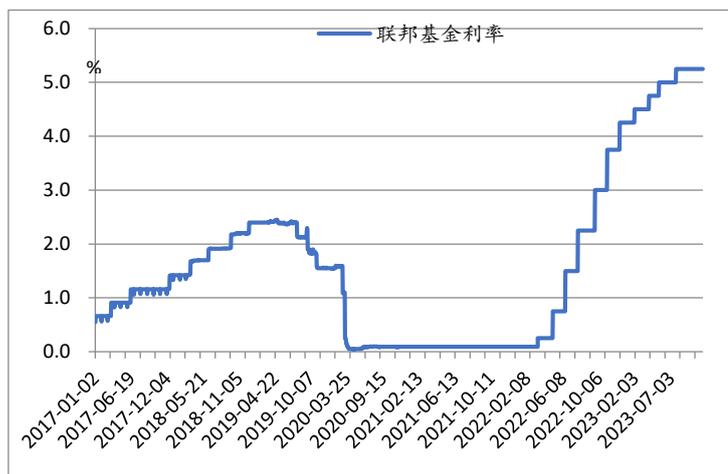


图表 36：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速.....	17
图表 37：美联储 12 月 FOMC 对 2024 年美国展望.....	18
图表 38：美联储 12 月 FOMC 利率点阵图.....	18
图表 39：美联储 9 月 FOMC 利率点阵图.....	18
图表 40：市场对美联储未来利率的预期（2023.12.14 数据）.....	19
图表 41：纳斯达克指数和标普 500 指数表现.....	20
图表 42：美元指数表现.....	20
图表 43：美国国债表现.....	20
图表 44：黄金表现.....	20

自 2022 年 3 月美联储启动加息以来，截止目前累计加息 11 次，加息幅度高达 525 个基点。伴随持续紧缩的货币政策，美国经济却表现出明显的韧性。数据显示，修正后的三季度美国实际 GDP 环比折年率为 5.2%，相比二季度 2.1% 出现大幅增长，远超市场预期。

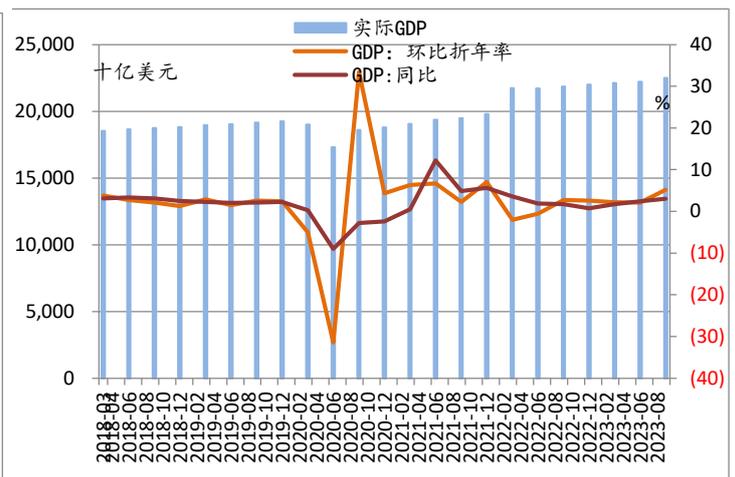
2024 年，美国经济和货币政策将如何演绎，紧缩的货币政策将何时终结，美国经济是否还能维持强劲增长。本文将尝试从财政政策和货币政策综合影响的角度出发，从消费、投资、进出口、政府支出、劳动力市场等多维度对美国经济展开分析，进而对 2024 年美联储货币政策进行前瞻判断，并对投资者 2024 年大类资产配置给出相应的投资建议。

图表 1：美国联邦基金利率



资料来源：美联储、致富研究院

图表 2：美国 GDP 环比折年率



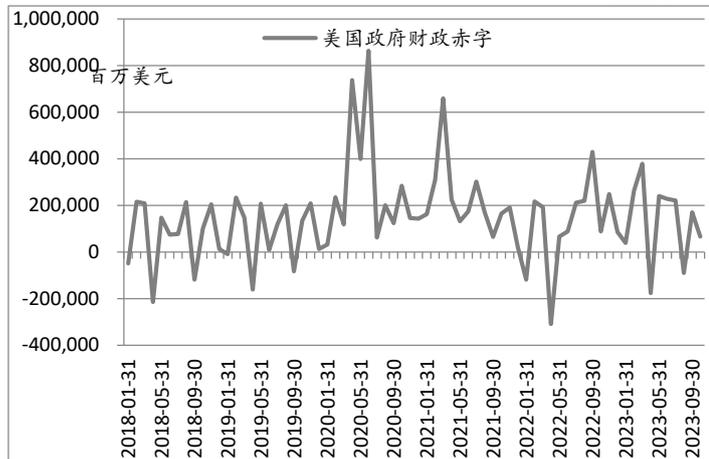
资料来源：BEA、致富研究院

一、2024 年美国前景展望

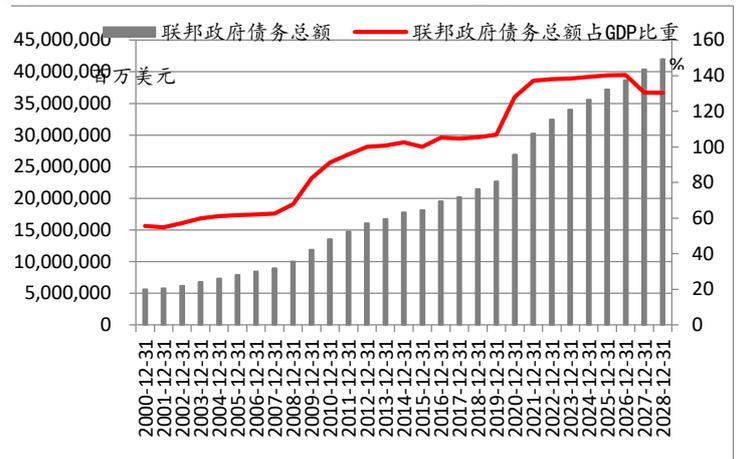
1、宽财政政策在 2024 年大概率结束

由于美国政府在新冠疫情期间采取了极度宽松的财政刺激政策，导致近年来政府财政赤字不断扩大，政府债务规模节节攀升。数据显示，2020-2023 年期间，美国政府财政赤字累计增加 8.69 万亿美元；截止 2023 年中，联邦政府债务总额突破 34 万亿美元，占 GDP 的比重超过 138%，而 2019 年底，该比重仅为 107%；预计到 2025 年，该数值将史上首次突破 140%！

图表 3： 美国政府财政赤字规模



图表 4： 美国政府债务总规模及占 GDP 比重

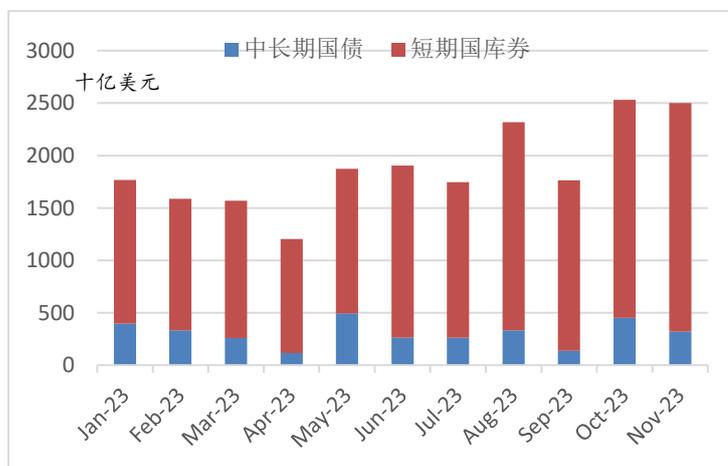


资料来源：美财政部、致富研究院

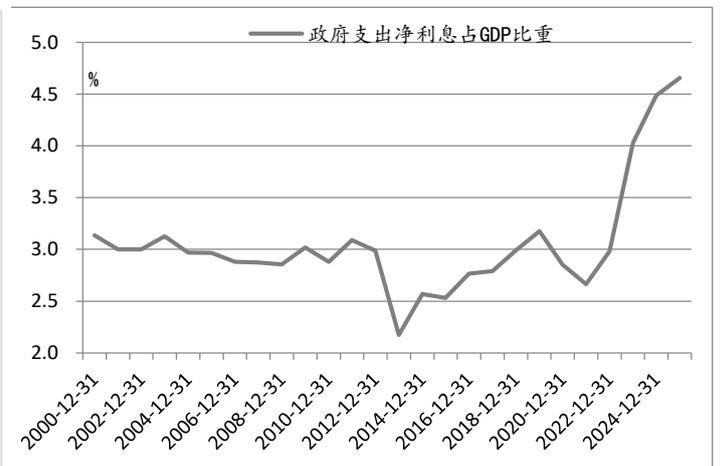
资料来源：CBO、致富研究院

为了弥补不断扩大的财政赤字，美国政府选择大量发行国债。截止 2023 年 11 月底，美国政府当年发行的国债数量就高达 20.77 万亿美元，其中长期国债 3.36 万亿美元，中短期国库券 17.4 万亿美元。大量发债的结果，造成美国政府利息支出迅速增长。仅 2023 财年，美国政府利息支出就高达 6626 亿美元，相比 2022 财年大幅增长 39.3%，占当年 GDP 的比重超过 4%，创自 2000 年以来新高。据 CBO 的预测，未来十年美国政府利息支出将呈逐步上升趋势，到 2033 年该数值将高达 1.44 万亿美元！

图表 5： 美国 2023 年国债发行额



图表 6： 美国政府利息支出占 GDP 的比重

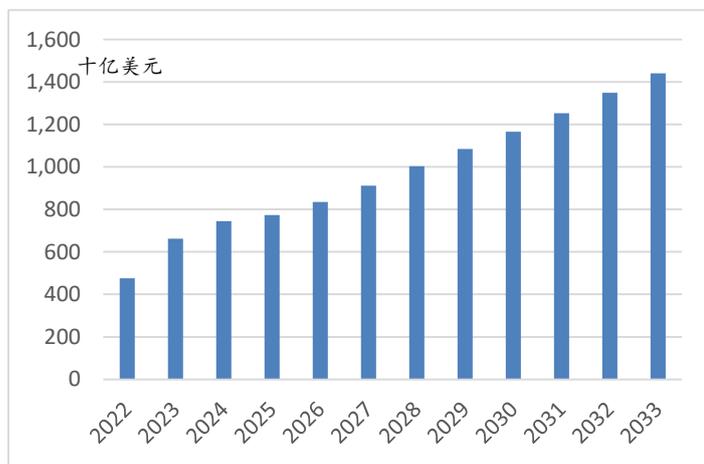


资料来源：美财政部、致富研究院

资料来源：世界银行、致富研究院

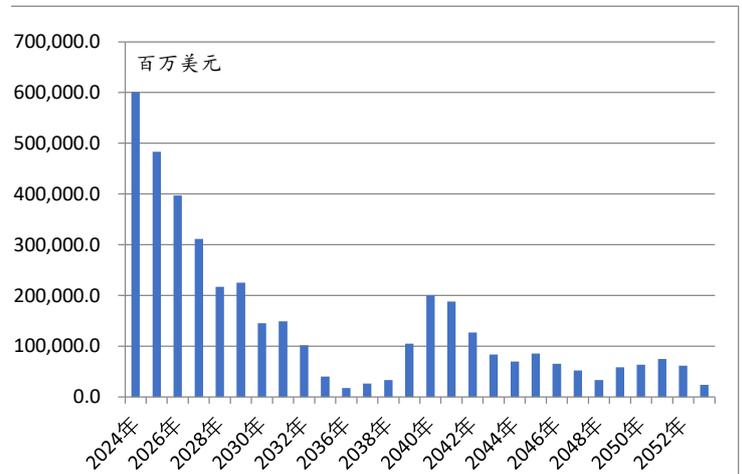
未来两年将进入美国国债的偿债高峰期。纽约联储的数据显示，预计 2024 年和 2025 年，美国财政部需偿还的债务总额将分别高达 6008.5 亿美元和 4832.3 亿美元，政府利息支出占 GDP 的比重也将持续增加。由于 2024 年是美国的大选年，两党之间的博弈将进一步加剧，预计明年美国财政将面临较强的外部约束。我们判断过去三年这种宽松的财政政策将无法持续，未来大概率将转为温和偏紧，这将对美国的居民消费、企业投资、政府支出等各方面造成一定负面影响，进而拉低 2024 年的美国经济增速。

图表 7：未来十年美国政府的利息支出预估



资料来源：CBO、致富研究院

图表 8：美国财政部未来几年的偿债分布



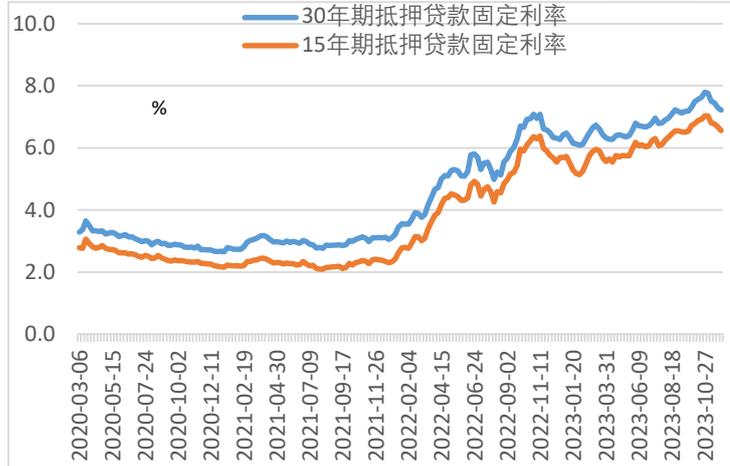
资料来源：纽约联储、致富研究院

2、紧货币政策的时滞效应将逐步显现

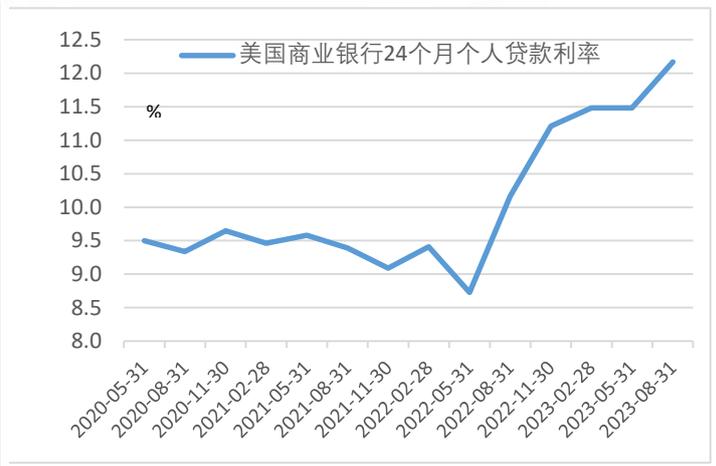
随着美联储紧缩货币政策的实施，年初以来，美国的抵押贷款利率、个人贷款利率和企业债利率也随之持续攀升。

截止 2023 年 11 月底，30 年期抵押贷款利率突破 7.5%，商业银行 24 个月个人贷款利率突破 12%，美国企业债实际利率也突破 6%，均创下近年新高。

图表 9: 抵押贷款利率



图表 10: 个人贷款利率



资料来源: 美国抵押贷款银行家协会、致富研究院

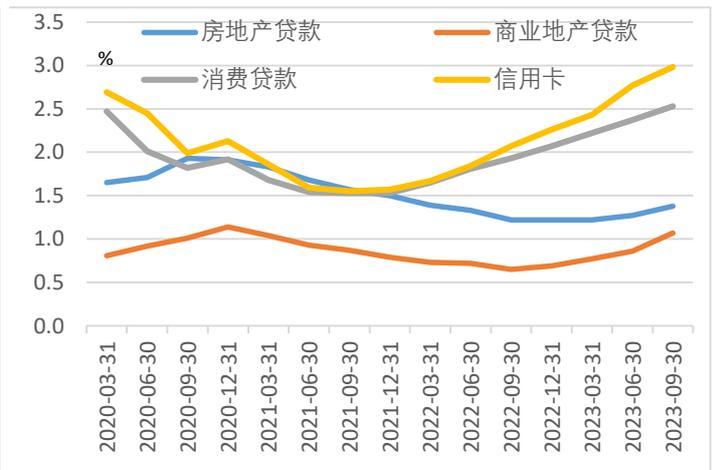
资料来源: 美联储、致富研究院

由于货币政策的时滞效应, 高利率对经济活动的负面影响在 2023 年并不显著, 但已初现端倪。目前, 美国的房地产贷款、商业地产贷款、消费贷款和信用卡拖欠率都呈明显的上行趋势, 尤其是个人信用卡违约率在三季度末已经逼近 3%, 创近 20 年来新高。预计高利率对美国经济各方面的影响将逐渐显现出来, 并带动 2024 年美国经济增速出现回落。

图表 11: 美国企业债实际利率



图表 12: 贷款拖欠率



资料来源: 圣路易斯联储、致富研究院

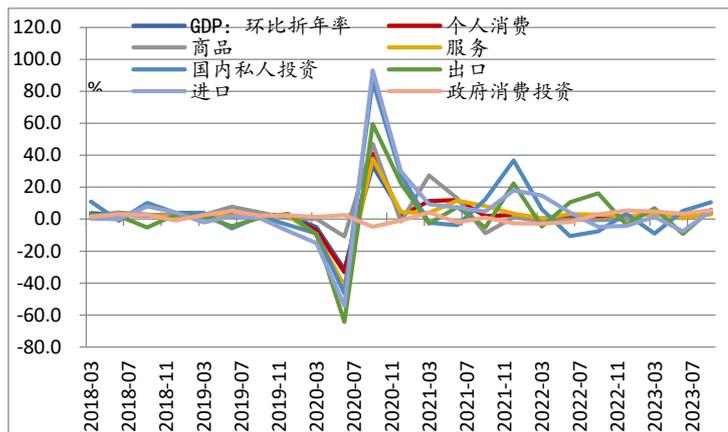
资料来源: 美联储、致富研究院

3、2024 年美国经济增长将稳中有落

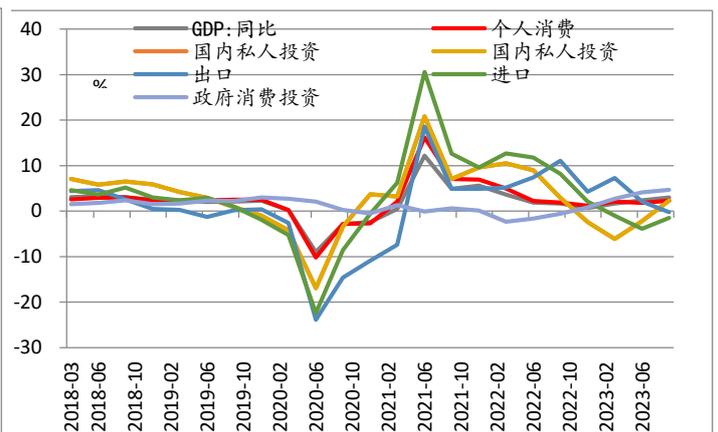
美国商务部发布的修正后的三季度经济数据显示，2023 年美国实际 GDP 为 22.506 万亿美元，环比折年率为 5.2%，相比二季度 2.1% 的环比折年率大幅上升。其中，占比 68.8% 的个人消费环比折年率 3.6%，同比增长 2.3%；占比 18.3% 的私人投资环比折年率 10.5%，同比增长 2.3%；占比 11.1% 的出口环比折年率 6%，同比增长 -0.2%；占比 15.3% 的进口环比折年率 5.2%，同比增长 -1.5%；占比 17.1% 的政府支出环比折年率 5.5%，同比增长 5.7%。

虽然三季度美国经济数据超市场预期，但我们预计，在宽财政政策结束和紧货币政策滞后作用的双重影响下，2024 年美国经济增长将稳中有落。

图表 13：美国 GDP 各分项环比折年率



图表 14：美国 GDP 各分项同比变化



资料来源：BEA、致富研究院

资料来源：BEA、致富研究院

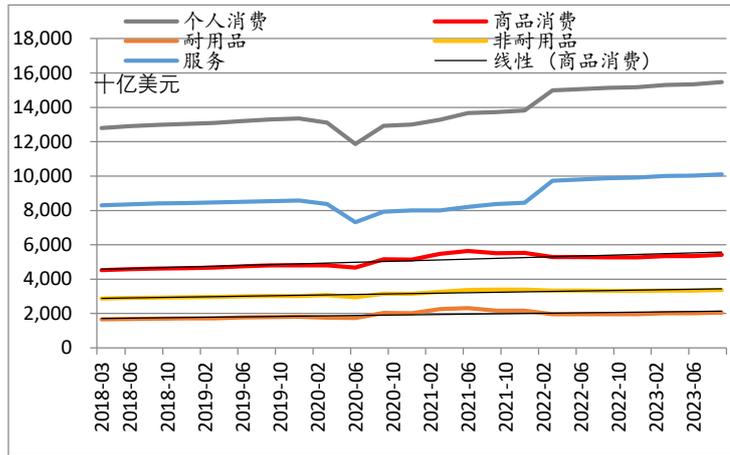
首先，宽松的财政政策对消费的支撑作用将明显减弱。

数据显示，三季度美国个人消费支出年化为 15.48 万亿美元，同比增长 2.3%，环比年化增速为 3.6%，商品消费和服务消费相比二季度均有所好转，是拉动三季度 GDP 增长的主要因素。具体来看，商品类消费支出为 5.409 万亿美元，同比增加 2.5%，环比年化增速为 4.7%；其中耐用品消费 2.055 万亿美元，同比增加 4.7%；非耐用品消费 3.365 万亿美元，同比增加 1.4%。服务类消费 10.099 万亿美元，同比增加 2.2%，环比年化增速为 3%。

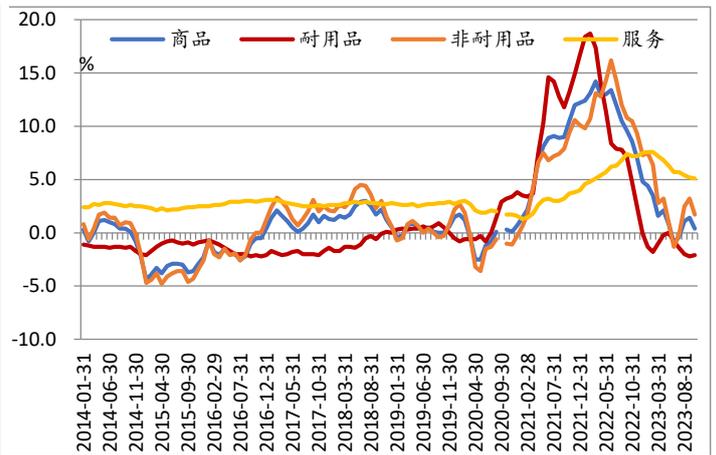
疫情之后，美国个人消费支出基本遵循耐用品消费-非耐用品消费-服务消费的顺序路径在演绎。耐用品消费、非耐用品消费和服务消费的增速分别在 2022 年 2 月、6 月和 2023 年 2 月触顶之后持续回落，目前已经基本回到疫情之前正常的趋势线上。虽然三季度服务消费相比上季度反弹 2%，但主因还是短期的暑期消费

效应，后续继续回落概率较大。

图表 15: 美国个人消费及各分项变化



图表 16: 美国个人消费及各分项同比增速变化

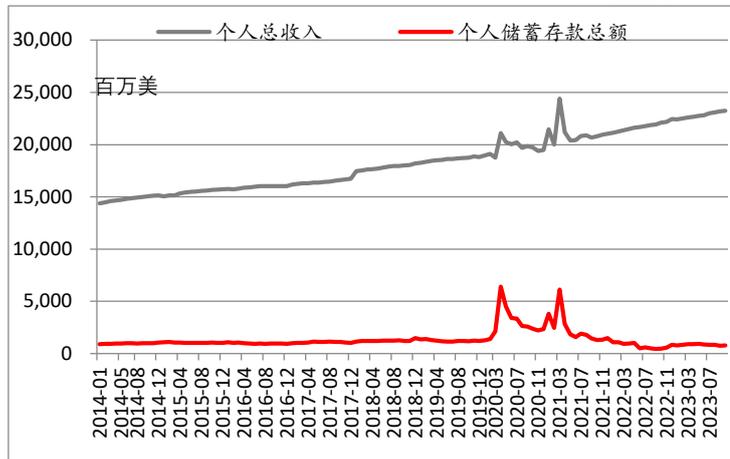


资料来源: BEA、致富研究院

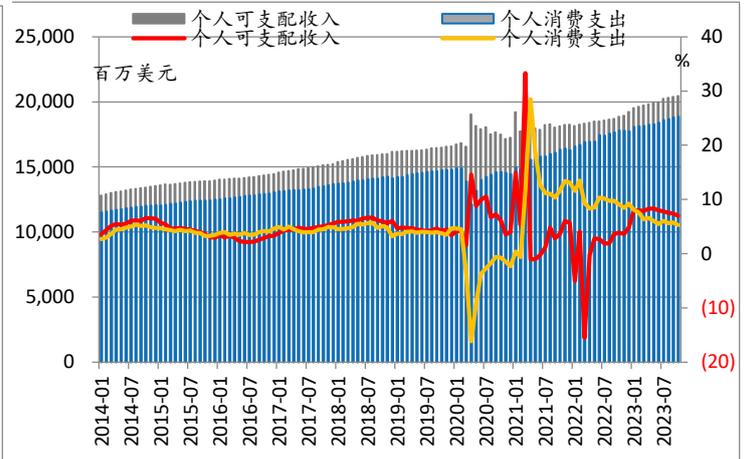
资料来源: BEA、致富研究院

2023 年美国居民消费表现亮眼的重要因素是宽松财政政策带来的居民个人储蓄存款和可支配收入较高，但 2021 年 3 月居民个人收入和储蓄存款总额到达峰值之后，就开始逐步回落。目前居民个人总收入基本回到疫情之前的趋势线，居民储蓄存款更是回到近十年来的最低值。居民可支配收入和消费支出总额虽然仍在高位，但增速均在持续回落。同时，随着通胀回落，2024 年美国居民个税起征点将从 7% 下调为 5.5%，预计对居民收入也将构成一定的负面影响。因此我们预计 2024 年美国居民消费仍有回落空间。

图表 17: 美国居民个人总收入及储蓄存款



图表 18: 美国居民可支配收入与消费支出



资料来源: BEA、致富研究院

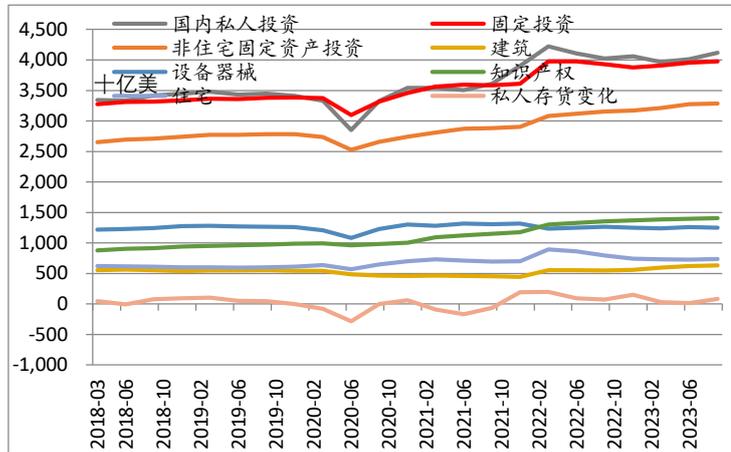
资料来源: BEA、致富研究院

其次,货币政策的时滞效应,将可能通过加大企业的成本利息负担,造成 2024 年美国国内私人投资增速下降。

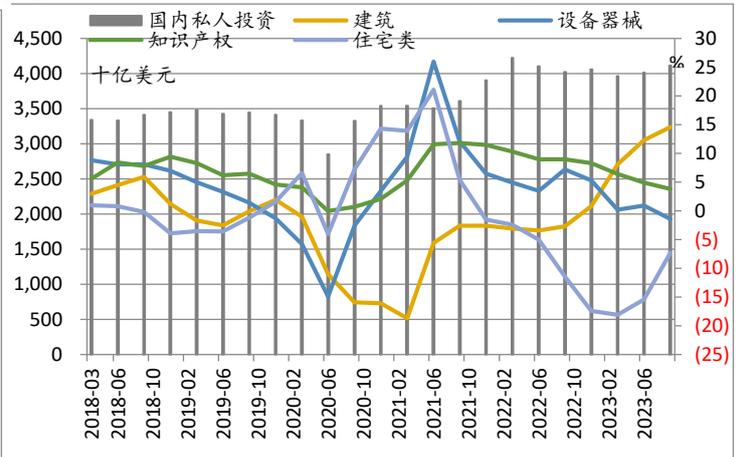
数据显示,三季度美国国内私人投资总额年化为 3.98 万亿美元,同比增长 2.3%,环比年化增速为 10.5%,环比增速 0.58%,相比二季度明显放缓。其中,设备投资 1.248 万亿美元,同比减少 1.4%;非住宅类建筑投资 6297.5 亿美元,同比增长 14.6%;知识产权类投资 1.404 万亿美元,同比增长 3.8%;住宅类投资 7380.6 亿美元,同比减少 7.3%;私人存货变化 838.9 亿美元,相比二季度增加 689.6 亿美元,同比增速由负转正。

除私人存货意外增加、住宅和建筑投资出现回暖外,其他各项环比增速都出现明显走低。由于目前 30 年期抵押贷款利率已经突破 7.5%,为 1999 年以来最高水平,叠加居民储蓄水平下降,预计住宅投资难以持续增加。同时,由于企业信贷条件持续收紧,产业政策对企业投资的刺激效应可能递减,建筑投资后续回落概率也较大。

图表 19: 美国私人投资及各分项变化



图表 20: 美国私人投资及各分项同比增速变化

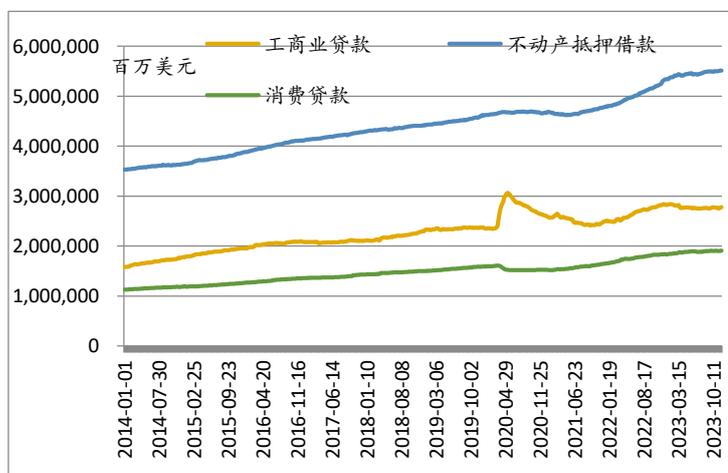


资料来源: BEA、致富研究院

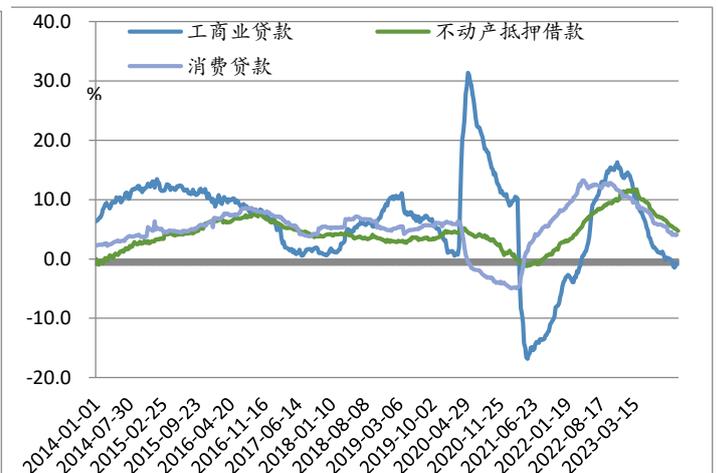
资料来源: BEA、致富研究院

美国国内私人投资的下降趋势还体现在商业银行贷款规模及增速的减少上。自 2023 年 1 月以来,美国商业银行工商业贷款规模持续萎缩,消费贷款和不动产抵押贷款总量虽然还在增加,但增速开始大幅下降。其中工商业贷款增速从年初 14% 大幅下降至目前的-1%;消费贷款增速从年初 11% 大幅下降至目前的 4%;不动产抵押贷款增速从年初 11% 大幅下降至目前的 4.7%。高利率货币政策对私人投资的负面影响,将逐渐在 2024 年体现出来。

图表 21: 美国商业银行各项贷款规模



图表 22: 美国商业银行各项贷款增速



资料来源: 美联储、致富研究院

资料来源: 美联储、致富研究院

第三, 美国进出口预计将保持相对平稳。

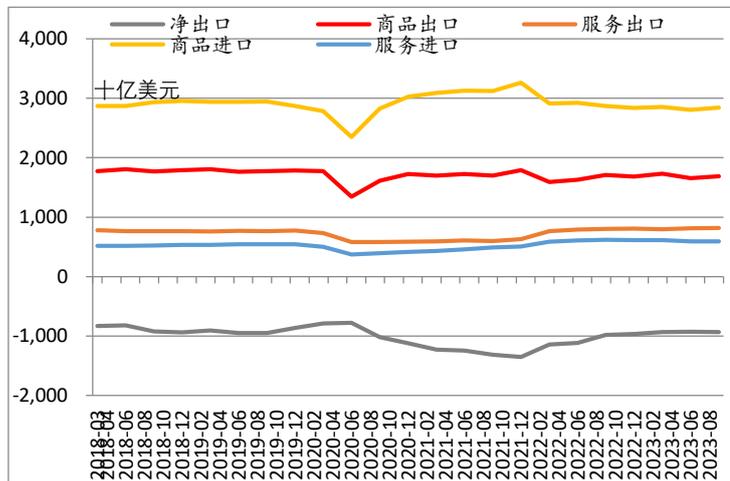
数据显示，三季度美国出口总额年化为 2.501 万亿美元，同比减少 0.2%，环比折年率为 6%，较上季度增加 15.3 个百分点。其中商品出口额 1.688 万亿美元，同比减少 1.3%；服务类出口额 8161.5 亿美元，同比增加 2.1%。进口总额为 3.436 万亿美元，同比减少 1.5%，环比折年率为 5.2%，较上季度增加 12.8 个百分点。其中商品进口额 2.845 万亿美元，同比减少 0.9%；服务类进口 5945.4 亿美元，同比减少 4%。三季度净出口规模为 9354.5 亿美元，逐渐回归疫情前正常区间，预计 2024 年将保持相对平稳。

第四，政府支出连续三个季度回升，受明年财政约束，预计难以持续。

数据显示，三季度美国政府支出总额年化为 3.84 万亿美元，同比增加 4.7%，环比折年率为 5.5%，连续三个季度回升。其中联邦政府支出总额 1.492 万亿美元，同比增加 5.7%；州和地方政府支出总额 2.349 万亿美元，同比增加 4.2%。受制于持续攀升的财政赤字，以及不断膨胀的利息支出，预计明年政府支出增速难以继续回升，很可能将出现回落。

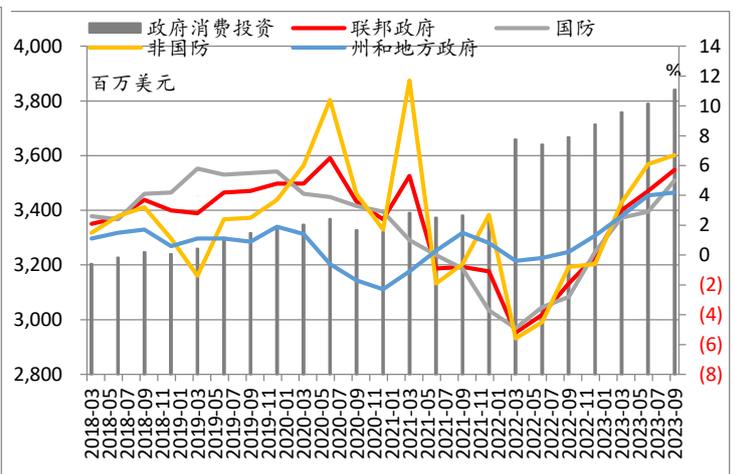
综上所述，从美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出几个方面分析，我们预计 2024 年美国将经济将稳中有落，回归潜在经济增速。

图表 23: 美国进出口分项变化



资料来源：BEA、致富研究院

图表 24: 政府支出及分项同比变化



资料来源：BEA、致富研究院

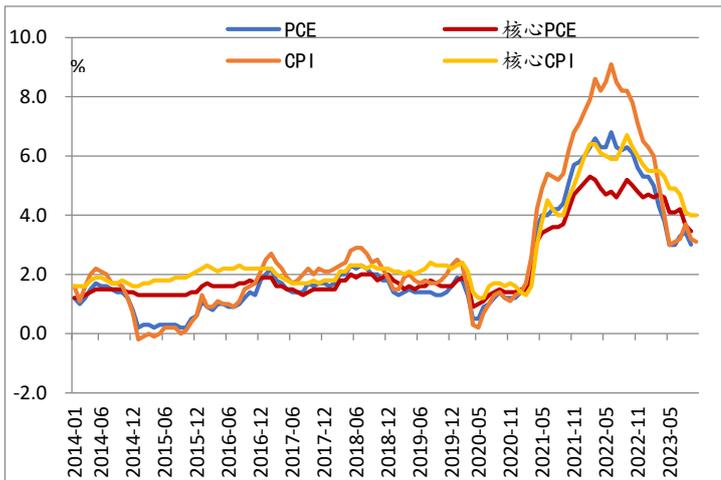
二、美联储或将于明年 3 月开启降息周期

1、通胀继续缓慢回落

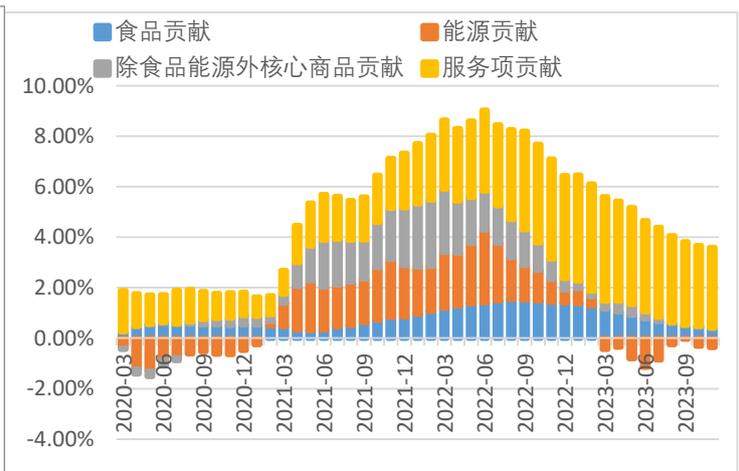
自 2022 年 6 月触顶以来，美国通胀就开始逐步回落。最新公布的美国通胀数据显示：11 月美国 CPI 同比上涨 3.1%，相比前值下降 0.1 个百分点，连续 2 个月回落，创年内新低；核心 CPI 同比上涨 4%，增速持平上月，维持 2021 年 11 月以来最低增速。

从分项数据看，能源、食品价格、核心商品和核心服务的同比增速均在持续下行。其中，能源价格自今年 3 月以来就转为负增长；食品价格连续 16 个月出现下滑，同比增速再创新低；除能源和食品外的核心商品价格连续 7 个月下跌，本月与上月持平；服务价格连续 8 个月下跌，本月与上月持平。

图表 25：CPI 和 PCE 同比增速



图表 26：CPI 各分项贡献



资料来源：美国劳工部、BEA、致富研究院

资料来源：美国劳工部、致富研究院

展望 2024 年，我们选取了 WTI 原油现货价格、CRB 食品现货指数、Manheim 二手车指数、FHFA 房价指数等变量，作为能源、食品、核心商品、核心服务等分项的替代变量，来进一步观察 CPI 的变化趋势。

可以看到，近期 WTI 原油现货价格持续回落，目前已经跌破 70 美元/桶的整数关口，相比 9 月初的高点，回落幅度超过 25%；WTI 原油价格的同比增速更是从今年初开始就转为负值。此外，在沙特、俄罗斯减产的背景下，美国石油供应却达到历史高位，美国能源信息署预计，2024 年全球原油市场将总体处于供过于求的状态，并因此下调 2024 年的油价预期。虽然由于基数效应的存在，未来几个月能源项同比增速可能会再度转为正值，但总体看 2024 年能源项对 CPI 的贡献将较为有限，部分月份仍可能为负值。

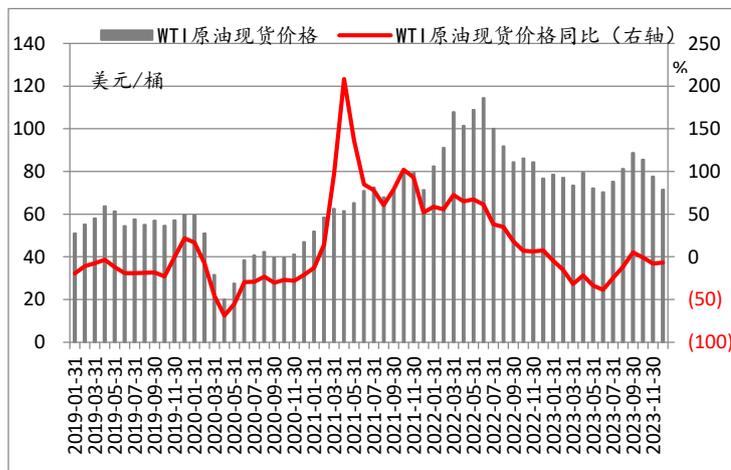
近期 CRB 食品现货指数持续下滑，创近两年新低，同比增速也再创近半

年新低。考虑到基数效应，预计 2024 年食品分项对 CPI 的贡献在 2024 年上半年仍可能为负值。

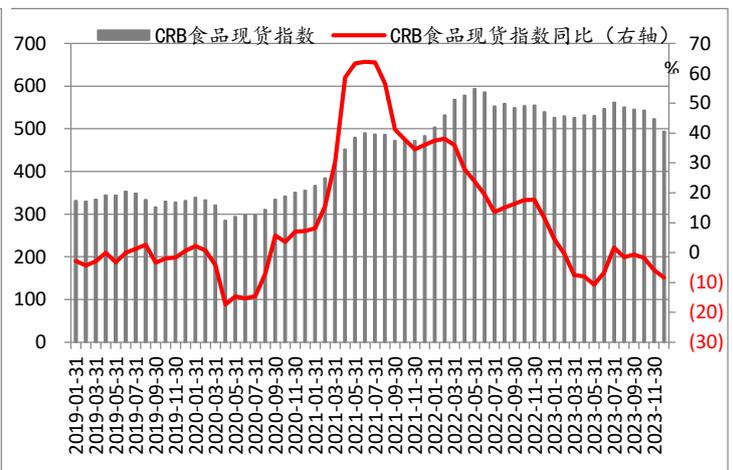
近期美国汽车月度销量同比增速处于持续回升中，但预计随着汽车行业罢工结束，零部件生产恢复，新车价格上涨将有所缓解。此外，作为先行指标的美国 Manheim 二手车指数相比去年初的高点，回落幅度超过 20%，虽然今年一季度出现短暂反弹，但之后再度出现回落。预计未来二手车价格将再度回落，2024 年汽车分项对 CPI 的贡献可能继续缓慢下行。

FHFA 房价指数从去年 2 月开始连续下跌，到今年 5 月开始企稳并止跌反弹；新建住房销量从今年 2 月触底以来处于缓慢回升中，同比增速从今年 4 月开始也逐渐转正，主要原因是存量房贷利率较低导致房主不愿出售房屋，进而导致的住房供应短缺。由于先行指标 Zillow 市场租金指数同比涨幅今年下半年以来大幅下行，预计 2024 年居住分项对 CPI 的贡献可能继续回落。

图表 27: WTI 原油现货价格及同比变化



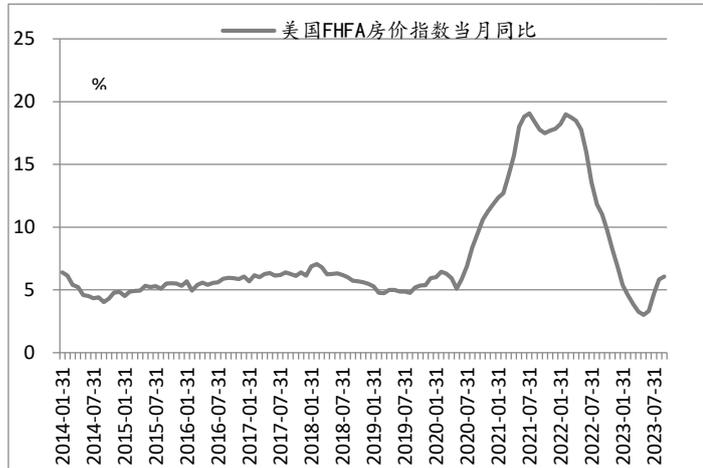
图表 28: CRB 食品现货指数及同比变化



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

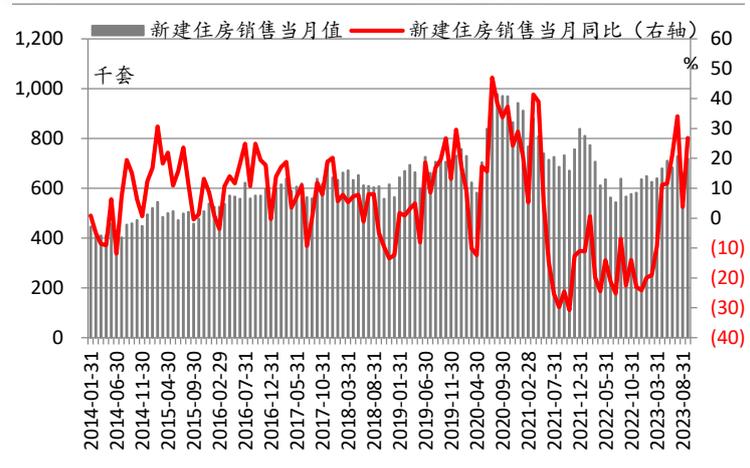
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 29: FHFA 房价指数月度同比



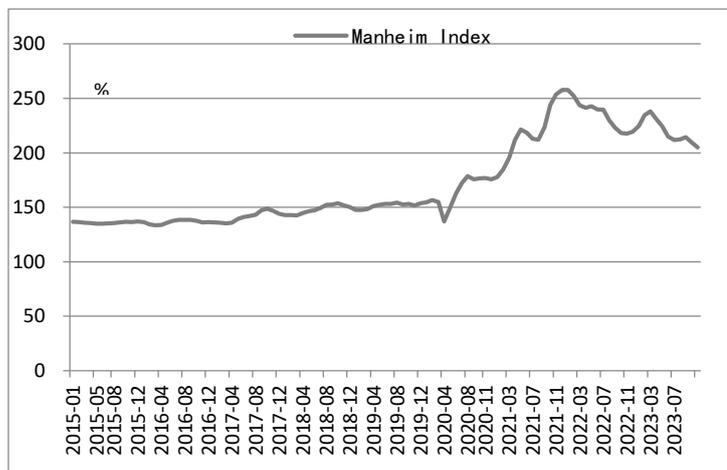
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 30: 新建住房销量及当月同比



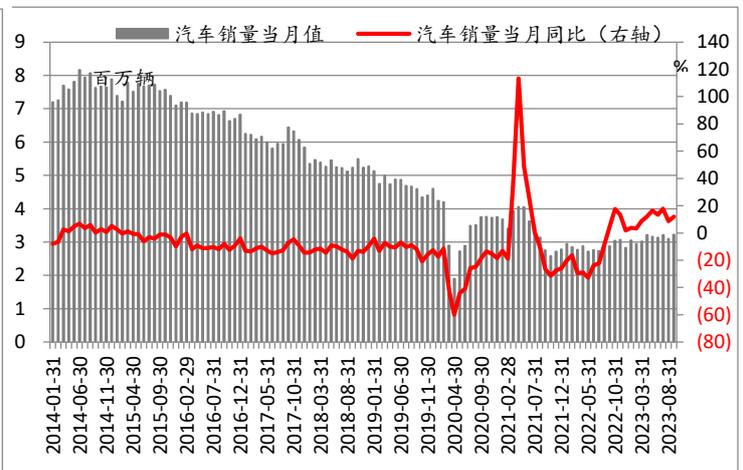
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 31: 美国 Manheim 二手车价格指数



资料来源: Cox Automotive、致富研究院

图表 32: 汽车销量及当月同比



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

劳动力市场方面, 目前美国大部分行业的就业人数都已经超过疫情前水平, 职位空缺率明显下降, 劳动者薪酬增速明显趋缓, 失业率也开始出现向上拐头迹象, 预计未来劳动力对核心通胀的压力将不断减弱。

数据显示, 11 月份经季调后非农就业人数为 1.57 亿人, 相比疫情前增加 527.3 万人, 增幅为 3.47%。其中, 建筑业增加 49.4 万人, 增幅为 6.55%; 制造业增加 11.7 万人, 增幅为 0.91%; 商业服务增加 149 万人, 增幅为 6.9%; 教育医疗增加 135.7 万人, 增幅为 5.55%; 政府部门增加 30.8 万人, 增幅为 1.36%;

受疫情影响最大的休闲住宿增加 4.3 万人，增幅为 0.26%。只有贸易运输公用行业还存在 14 万人的缺口，缺口比例为 0.9%。

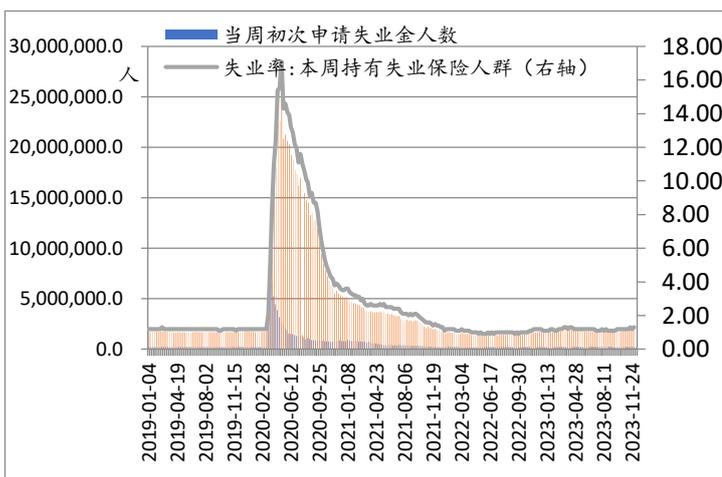
职位空缺率明显下降。总体职位空缺率从 2022 年初最高 7.2% 大幅下降至目前的 5.3%。其中，建筑业职位空缺率从高点 5.5% 小幅下降至 5%；制造业职位空缺率从高点 7.4% 小幅下降至 4.3%；贸易运输公用职位空缺率从高点 6.9% 小幅下降至 4.1%；零售业职位空缺率从高点 7.5% 下降至 3.4%；商业服务业职位空缺率从高点 9.5% 下降至 7.1%；教育医疗业职位空缺率从高点 8.6% 下降至 6.1%；休闲餐饮业职位空缺率从高点 10.8% 下降至 6.8%；政府部门职位空缺率从高点 4.8% 小幅下降至 4.1%。

劳动者时薪、周薪增速明显放缓。其中，平均时薪增速从高点 7.7% 下降至 4.1%，平均周薪增速从高点 8.3% 下降至 3.2%，均创近两年来新低。

失业率自 2023 年 4 月触及 3.4% 低点以来，出现连续 6 个月的持续反弹，11 月虽然小幅走低，但主要原因是汽车行业罢工之后的复工推升的短期强劲就业增长，后续失业率继续走高的概率依然较高。

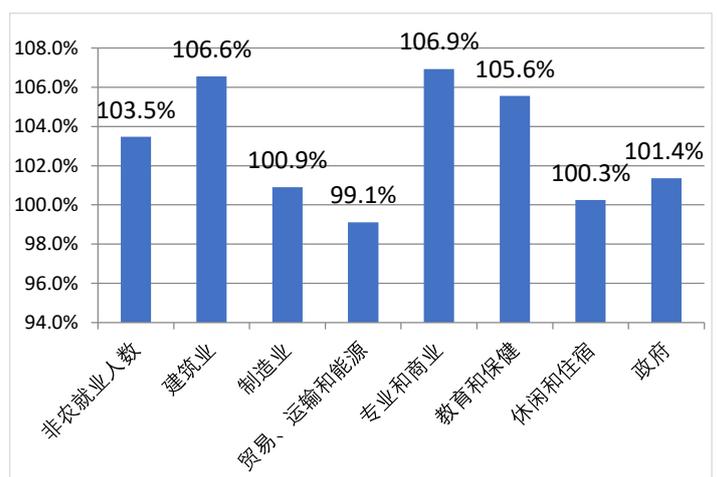
综合分析，我们认为 2024 年美国 CPI 继续震荡回落至 2-2.5% 区间的概率较大。

图表 33： 美国初请失业金人数及失业率



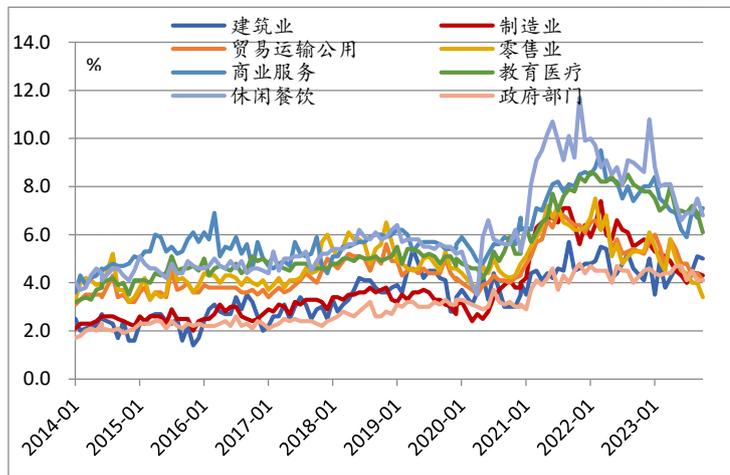
资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 34： 与疫情前相比美国各行业非农就业人数缺口



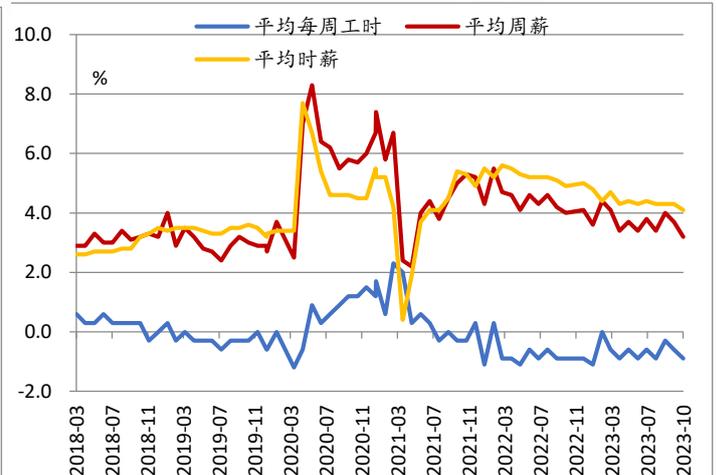
资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 35: 职位空缺率



资料来源: 美国劳工部、致富研究院

图表 36: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



资料来源: 美国劳工部、致富研究院

2、预计美联储将于明年 3 月开启降息周期

最新的 12 月美联储议席会议决定: 维持联邦基准利率 5.25%-5.5% 的目标区间不变, 同时维持每月 600 亿美元国债和 350 亿美元 MBS 的缩减规模不变。

同时, 美联储调整未来三年美国经济和通胀的预期, 对明年美国经济增长放缓的担忧预期有所升温:

- 上调美国 2023 年 GDP 增速, 下调 2024 年 GDP 增速, 同时维持 2025 年 GDP 增速预期不变。其中, 2023 年 GDP 增速预期再度上调为 2.6% (9 月预计 2.1%), 2024 年为 1.4% (9 月预计 1.5%), 2025 年维持 1.8%。
- 维持未来三年失业率预期不变。其中, 2023 年失业率预期为 3.8%, 2024 年预期为 4.1%, 2025 年为 4.1%。
- 下调未来三年的通胀预期。其中, 2023 年 PCE 预期为 2.8% (9 月预计 3.3%), 2024 年预期为 2.4% (9 月预计 2.5%), 2025 年 PCE 预期为 2.1% (9 月预计 2.2%)。
- 下调未来三年的核心通胀预期。其中, 2023 年 PCE 预期为 3.2% (9 月预计 3.7%), 2024 年预期为 2.4% (9 月预计 2.6%), 2025 年 PCE 预期为 2.2% (9 月预计 2.3%)。
- 下调了未来三年的联邦基金利率预期。其中, 2023 年利率预期 5.4% (9 月预计 5.6%), 2024 年利率为 4.6% (9 月预计 5.1%), 2025 年利率为 3.6%

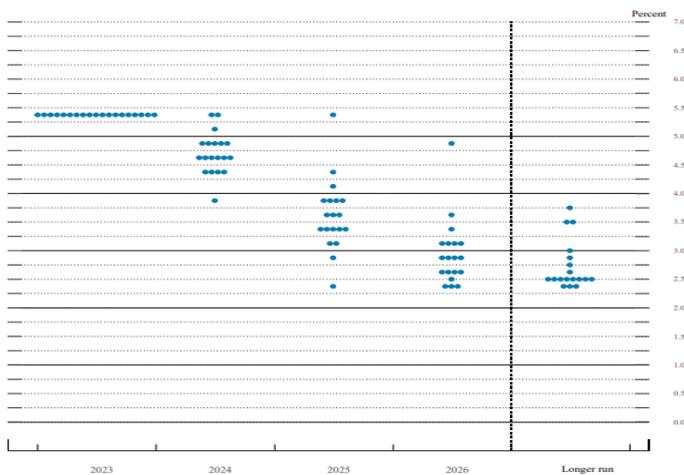
(9月预计3.9%)。暗示2024年降息幅度可能达到75BP，降息次数可能为3次(每次25BP)。

图表 37：美联储12月FOMC对2024年美国经济的展望

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range	
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1

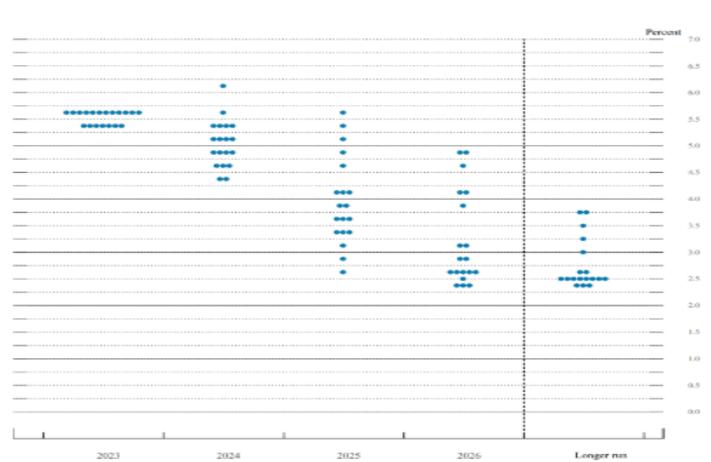
资料来源：美联储、致富研究院

图表 38：美联储12月FOMC利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

图表 39：美联储9月FOMC利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

相比此前“尚未考虑降息”的表态，本次鲍威尔在会后的发言明显偏鸽，表示本次加息周期基本结束，并且联储开始首次探讨降息，但并未透露具体的降息时点。目前市场对联储降息的预期则比联储更加积极。CME利率预测显示：美联



储于 2024 年 3 月首次开启降息周期的概率高达 73.5%，5 月再次降息的概率也高达 73.2%，全年降息幅度或高达 150 个基点。

我们从今年 6 月的报告开始，就提前预判本轮美联储加息周期已经结束，市场利率将止步 5.25-5.5%，此后美联储的货币政策完全符合我们此前判断。展望 2024 年，我们预计联邦利率仍将在高位维持一段时间，首次降息有可能发生在明年 3 月，联储全年降息幅度将高于 12 月议席会议指引，预计将达到 125-150bp。

图表 40：市场对美联储未来利率的预期（2023.12.14 数据）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	73.5%	7.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	73.3%	8.1%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	23.7%	67.1%	7.4%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	21.3%	62.3%	14.0%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.4%	18.7%	57.0%	20.3%	2.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.8%	12.2%	42.5%	34.1%	9.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.6%	9.3%	34.9%	36.3%	15.5%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、致富研究院

三、对 2024 年大类资产价格判断

2023 年底，在市场持续交易联储降息预期的情况下，纳斯达克指数和标准普尔 500 指数经历一波快速上涨，全年涨幅分别达到 41% 和 22%，均创年内新高；黄金价格更是于 12 月初一举突破 2100 美元/盎司，全年涨幅接近 12%，创下历史新高。与此相反，美元指数在 11 月初创下 107 的年内高点之后一路震荡走低至 102 左右；十年期美债收益率在 10 月中旬逼近 5% 之后同样一路走低，目前已经跌破 4% 的整数关口。

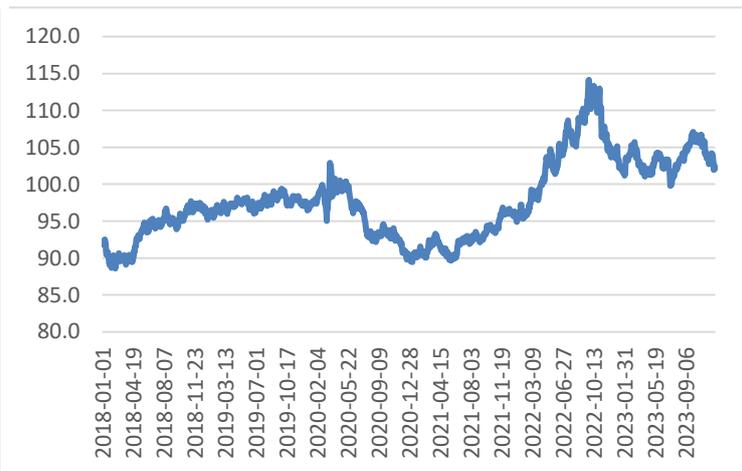
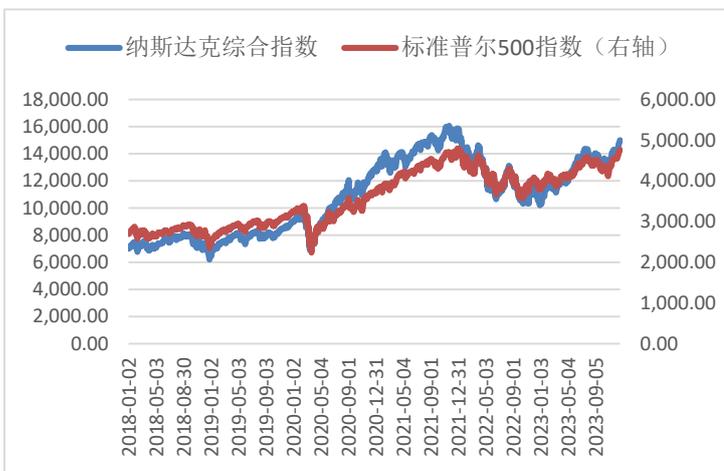
对 2024 年大类资产价格走势，我们的判断是：

- 美联储降息预期已经被市场提前消化，一旦明年正式开启降息，美股反而有可能迎来一波调整，而这个时间窗口有可能出现在明年一季度末。
- 在降息周期内，美元指数很可能继续下跌，预计中期将维持 100-105 的震荡区间。

- 此前我们反复提示十年期美债收益率在5%以上高位难以持续，随后美债走势完全符合预期，预预计美债收益率短期将维持3.5-4%区间震荡，中期有可能继续下行至3-3.5%区间。
- 黄金价格中期将继续保持在2000美元/盎司高位震荡，不排除再次挑战历史新高。

图表 41：纳斯达克指数和标普 500 指数表现

图表 42：美元指数表现

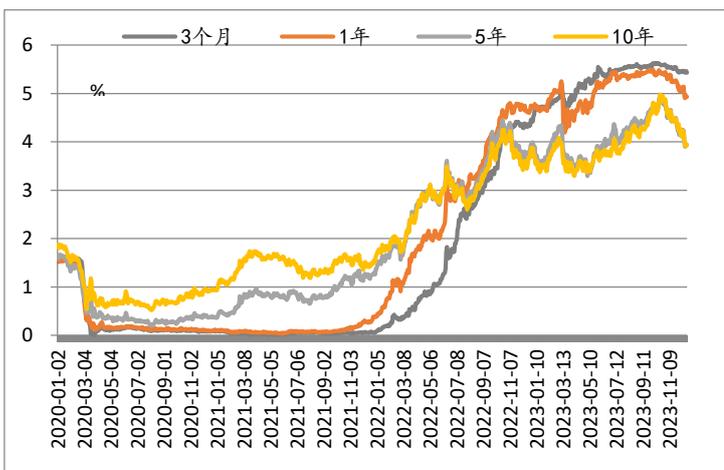


资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 43：美国国债表现

图表 44：黄金表现



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

四、结论

- 1、过去三年宽松的财政政策将无法持续，2024 年大概率将转为温和偏紧，这将对美国的居民消费、企业投资、政府支出等方面造成一定负面影响，进而拉低 2024 年的美国经济增速。
- 2、高利率货币政策的时滞效应对美国经济的影响将在 2024 年逐渐体现出来，并带动美国经济增速出现回落。
- 3、虽然三季度美国经济数据超市场预期，但通过对美国居民消费、国内私人投资、进出口、政府支出等方面进行详细分析，我们判断在财政与货币政策调整的双重影响下，2024 年美国经济增速将稳中有落，回归潜在经济增速。
- 4、通过对通胀各分项及劳动力市场展开分析，我们认为 2024 年美国 CPI 继续震荡回落至 2-2.5% 区间的概率较大。
- 5、预计 2024 年初联邦利率仍将在高位维持一段时间，首次降息有可能发生在明年 3 月，联储全年降息幅度将高于 12 月议席会议指引，预计将达到 125-150bp。
- 6、对 2024 年大类资产价格走势，我们的判断是：
 - 美联储降息预期已经被市场提前消化，一旦明年正式开启降息，美股反而有可能迎来一波调整，而这个时间窗口有可能出现在明年一季度末。
 - 在降息周期内，美元指数很可能继续下跌，预计中期将维持 100-105 的震荡区间。
 - 此前我们反复提示十年期美债收益率在 5% 以上高位难以持续，随后美债走势完全符合预期，预计美债收益率短期将维持 3.5-4% 区间震荡，中期有可能继续下行至 3-3.5% 区间。
 - 黄金价格中期将继续保持在 2000 美元/盎司高位震荡，不排除再次挑战历史新高。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

